





ACHIM SZEPANSKI 2022-10-12

NEUE TURBULENZEN AUF DEN FINANZMÄRKTEN: ZENTRALBANKEN, STAATSANLEIHEN UND PENSIONSFONDS

ECONOFICTION DERIVATE, FINANCE, INFLATION, PENSIONSFONDS, REZESSION, ZENTRALBANKEN, ZINSEN

Die Zentralbanken der Welt haben am Anfang des Jahres auf eine kommende Krise, die durch die russische Invasion und durch spekulative und inflationäre Entwicklungen an den globalen Energie- und Lebensmittelmärkten positiv beeinflusst wurde, mit einer "Straffung" reagiert, das heißt, sie hoben die Zinssätze an, womit die Wirtschaftstätigkeit (Beschäftigung, Investitionen etc.

) im Inland gedämpft und eine Rezession ausgelöst wurde, ganz in der Hoffnung, dass ein Einbruch der Wirtschaftstätigkeit im Inland die Inflation der Preise, die auf den weitgehend deregulierten und spekulativen globalen Märkten Finanzmärkten festgelegt werden, senken würde. Private Gläubiger fürchten die Inflation, denn sie untergräbt den Preis ihres wertvollsten Vermögenswertes, den der Schulden. Da eine inländische Reaktion auf ein globales Phänomen (Energiepreisinflation) nicht von den Zentralbanken geregelt werden kann, bewegten sich die Märkte für Staats- und Unternehmensanleihen sowie für Aktien und Anteile nach unten, da erkannt wurde, dass höhere Zinssätze nicht zu einer Senkung der weltweiten Energie- und Lebensmittelpreise, sondern in erster Linie zu einer Rezession im Inland führen würden.

Umgehend stützten die Anleger ihre Finanzen durch den Verkauf von Anleihen und Aktien. Diese Märkte begannen also zu fallen. Die Technokraten der Zentralbanken hoben jedoch die Zinssätze trotz Rezessionsängsten weiter an und begannen mit dem Verkauf von Anleihen (quantitative Straffung), was als "Nachfragezerstörung" bezeichnet werden kann. Die EZB hat die monetären Bedingungen "gestrafft", indem sie die Leitzinsen um 75 Basispunkte auf 1,25 % anhob. Im Moment, so Ann Pettifor, trampeln die Zentralbanken auf den Lebensgrundlagen und dem Leben der Menschen auf der ganzen Welt herum, indem sie in die (verengten) Märkte eingreifen, die Zinsen erhöhen und das System weiter destabilisieren.

Das kapitalistische Weltsystem wird immer noch von der Weltreservewährung No 1 – dem US-Dollar – beherrscht. Infolge der Entscheidung der US-Notenbank, die Leitzinsen zu erhöhen, hat der Dollar an Wert gewonnen. Folgerichtig wurde Kapital aus den Schwellenländern abgezogen und in den US-Dollar geleitet. Dies hat die Währungen auf der ganzen Welt destabilisiert. Die Energie für den Verkehr und pharmazeutische Produkte werden in den Schwellenländern zum Teil in Dollar abgerechnet, sodass die Kosten für die Einfuhr dieser lebenswichtigen Güter in die Höhe geschnellt sind und die Inflation im Inland angeheizt haben. Während also die Technokraten der Federal Reserve die Zinsen anhoben, um die Wirtschaftstätigkeit zu dämpfen und die Inflation im Inland zu senken, haben sie gleichzeitig die Inflation ins Ausland exportiert.

In der Woche vom 22.September gab es im Kontext der Straffungspolitiken der Zentralbanken Turbulenzen auf den britischen Finanzmärkten. Es wurde ein Punkt im geldpolitischen Straffungszyklus erreicht, an dem die Prozesse sich zunehmend destabilisieren. Das Problem war der Stress, der durch den raschen Anstieg der Zinsen im Rentensektor ausgelöst wurde.

Leistungsorientierte Rentenfonds müssen sicherstellen, dass ihre Vermögenswerte, wie Aktien und Anleihen, genügend Geld erwirtschaften können, um die Verbindlichkeiten – die den Rentnern garantierten monatlichen Auszahlungen – zu erfüllen. Das Instrument des LDI (Liability Driven Investment) trägt dazu bei, die Verbindlichkeiten der Pensionsfonds (künftige Zahlungen an Rentner) mit den Vermögenswerten der Rentenysteme in Einklang zu bringen.

LDI ist ein Produkt, das von Vermögensverwaltern wie BlackRock, Legal & General und Schroders gewinnbringend an Pensionsfonds verkauft wird. Dabei werden Derivate eingesetzt, um also Vermögenswerte und Verbindlichkeiten aufeinander abzustimmen, sodass kein Risiko besteht, dass das Geld für die Auszahlung an die Rentner nicht ausreicht. Nach Angaben der

Investment Association waren LDI im Jahr 2011 rund ca. 453 Milliarden Dollar wert und hatten sich bis 2021 auf 1,6 Billionen Pfund vervierfacht.

LDI-Strategien ermöglichen es den Pensionsfonds, ihr Engagement z.B. in langfristige Gilts (britische Staatsanleihen) durch Leverage bzw. Kreditaufnahme zu erhöhen und gleichzeitig risikoreichere und renditestärkere Vermögenswerte wie Aktien zu halten, um ihre Erträge zu steigern. Die Pensionsfonds müssen Ersparnisse so anlegen, dass die Renten in Zukunft ausgezahlt werden können. Sie investieren in Vermögenswerte, die als sicher gelten, insbesondere in Staatsanleihen. Wenn der Preis dieser Vermögenswerte fällt, halten die Verwalter von Pensionsfonds zum Ausgleich risikoreichere Vermögenswerte, die höhere Renditen abwerfen (wie Aktien und Anteile) – als Ausgleich für den Wertverlust von Anleihen. LDIs ermöglichten es dann leistungsorientierten Pensionsplänen solchen, in die ein Unternehmen einen regelmäßigen Beitrag zahlt, der als Prozentsatz des Gehalts eines Mitarbeiters festgelegt wird), auf den Repo-Märkten (Schattenbanken-Märkten) Kredite aufzunehmen, um längerfristige und sicherere Anleihen zu kaufen, um ihre Investitionen in riskantere Aktien auszugleichen.

Pensionsfonds müssen nun Barmittel als Sicherheiten für ihre LDI-Derivate hinterlegen, falls diese sich verschlechtern. Der Barmittelbedarf steigt und fällt im Gleichschritt mit den Werten der zugrunde liegenden Vermögenswerte, die von den Derivaten gestützt werden, die eine Art "Versicherungsvertrag" zur Absicherung gegen unerwartete Marktbewegungen darstellen.

Wie die FT schreibt, schätzt die Rentenaufsichtsbehörde, dass jeder Rückgang der britischen Gilt-Renditen um 0,1 Prozentpunkte die Verbindlichkeiten der britischen Pensionsfonds um 23,7 Mrd. Pfund erhöht. In den zehn Jahren bis Dezember 2020 fielen die Renditen der 25-jährigen britischen Staatsanleihen um mehr als 3,5 Prozentpunkte, und die Verbindlichkeiten der Rentensysteme stiegen um 960 Mrd. Pfund . Die Rentensysteme können Schwankungen im Wert ihrer Verbindlichkeiten nicht kontrollieren, sie können aber ihre Vermögenswerte so anlegen, dass sie relativ unabhängig von den Schwankungen der Anleihemärkte sind, und genau hier kommt LDI ins Spiel. Das Problem ist, dass nur wenige Rentensysteme ausreichend kapitalkräftig sind, um diesen Handel zu tätigen. Stattdessen investieren sie einen Teil ihres Vermögens in Anleihen, die den Verbindlichkeiten entsprechen, und einen Teil in Wachstumsanlagen – Unternehmenskredite, Aktien, Immobilien. Die Risiken dieser Strategie sichern sie dann mit Derivaten ab, wobei sie auch Anleihen als Sicherheiten verwenden. Die Hoffnung besteht darin, dass die Wachstums-Assets angemessene Renditen liefern und sie vollständig finanzieren, während die Derivate sie gegenüber künftigen Zinsschwankungen unempfindlich machen.

In der vergangenen Woche stiegen die Preise für Kredite an den Repo-Märkten dramatisch an, da die Renditen bzw. die Zinssätze für Staatsanleihen in die Höhe schossen. Diese sind eine Quelle der Liquidität. Nun ist es aber so, dass sie auch Geld verlieren können.

Die Bank of England hatte am Donnerstag, den 22. September, dem Tag vor der Bekanntgabe des "Mini-Budgets", signalisiert, dass sie in naher Zukunft selbst Gilts im Wert von 80 Milliarden Pfund verkaufen würde – als Teil des Programms zur quantitativen Straffung (QT). Die Märkte

reagierten sofort und negativ. Panikartige Verkäufe von Staatsanleihen, z. B. durch Blackrock (BlackRock und andere Verwalter von LDI-Fonds drohten mit dem Verkauf von Staatsanleihen im Wert von 50 Mrd. GBP) wurden sowohl durch die Erklärung als auch durch das Signal der Bank of England verstärkt – obwohl die Bank mit ihren Verkäufen noch nicht begonnen hatte. Je mehr Anleihen auf den Markt kamen, desto mehr sank der Kurs der Anleihen und die Renditen stiegen. Die Anleger befürchteten, dass ein Überangebot an Anleihen auf dem Markt entstehen und deren Kurs fallen würde. Die Preise für sichere Anlagen – gegen die Pensionsfonds, Vermögensverwaltungsfonds und andere private Anleger zusätzliche Kredite aufgenommen haben – begannen zu fallen.

Eine weitere Folge der steigenden Anleiherenditen war, dass die Anbieter von Hypothekenkrediten Angst bekamen – sie befürchteten, dass ihre Kreditkosten steigen würden und dass sie nicht in der Lage sein würden, diese Kosten an die Kreditnehmer weiterzugeben. Daher wurden fast 1000 Hypothekenprodukte sofort vom Markt genommen. Die Zinssätze für neue Hypotheken stiegen in einigen Fällen auf 6 % und bedrohten die Rentabilität dieser Hypotheken.

Die Zinssätze steigen seit Monaten, da die Zentralbanken die Kreditkosten mit einem Timing erhöht haben, dass den Pensionsfonds mehrere Tage Zeit lässt, sich anzupassen und Sicherheiten zu finden. Als jedoch die Renditen britischer Anleihen innerhalb weniger Börsensitzungen in die Höhe schossen, löste dies bei den Pensionsfonds sofort den Ruf nach Sicherheiten aus, um ihre LDI-bezogenen Derivate zu decken, da steigende Renditen bedeuten, dass der Wert von Anleihen sinkt. Pensionsfonds verkauften zudem wichtige Vermögenswerte, einschließlich "Gilts" oder Anleihen, um Barmittel zu beschaffen. Und je mehr sie verkaufen, desto schneller fällt der Preis der besagten Vermögenswerte, so dass immer mehr verkauft werden muss.

Da britische Pensionsfonds nicht nur in britische Gilts, sondern auch in ausländische Anleihen investieren, sahen sie sich beim Einbruch des Pfund auch mit Nachschussforderungen für Devisenderivate konfrontiert. Wenn die Fonds versuchen, diese Nachschussforderungen zu erfüllen, müssen sie sich schnell Geld beschaffen. Unter normalen Umständen sind britische Gilts ebenso wie US-Treasuries ein sicheres Liquiditätssparschwein. Aber bei einem Ausverkauf verlieren auch sie an Wert.

Am Mittwoch, dem 28. September, sah sich die Bank of England gezwungen, ihren Kurs zu ändern. Anstatt Anleihen an einen überfüllten Markt zu verkaufen, begann die Bank mit einem Anleihekaufprogramm im Wert von 65 Mrd. Pfund, um die Panik auf dem Markt zu beruhigen. (Indem die Bank Anleihen kaufte und sie dem Markt entzog, verringerte sie das Angebot. Dadurch wurden die Anleihen wertvoller, so dass die Preise stiegen und die Renditen sanken).

Tatsächlich wirkten sich die Prozesse auf dem britischen Markt in einer Zeit allgemeiner Nervosität auf die ganze Welt aus. Viele Banken und Versicherungsunternehmen der Eurozone sind in britischen Staatsanleihen engagiert. Und auch die USA waren besorgt. Diese Empfindlichkeit der US-Märkte lässt sich zum Teil durch die sich verschlechternde Liquidität

erklären. Und Bloomberg berichtet, dass die Liquidität auf dem Markt für Staatsanleihen derzeit extrem niedrig ist. Den Daten von JPMorgan zufolge ähneln die Liquiditätsbedingungen auf den Zinsmärkten in diesem Jahr den Bedingungen, die während der Pandemie und in der Zeit nach der Lehman-Krise herrschten.

Die Analysten von JPMorgan betonen die Tatsache, dass die US-Anleger sich intensiv auf den Zustand des Weltmarktes konzentriert haben. Wie Bloomberg schreibt, hat die durchschnittliche Volatilität der US-Zinsen während der asiatischen und europäischen Handelszeiten in diesem Jahr ebenfalls zugenommen. Der globale Charakter des aktuellen Inflationsumfelds in Verbindung mit der sich abzeichnenden weltweit synchronisierten Straffung der Geldpolitik hat dazu geführt, dass die US-Zinssätze sehr viel häufiger auf neue Informationen aus den politischen Entwicklungen im Ausland reagieren. Dies hat zu einer erhöhten Volatilität der US-Zinssätze während der Handelszeiten außerhalb der USA geführt.

Um die Instabilität der Märkte in den Griff zu bekommen, hat die Bank of England also zugesagt, im Rahmen eines Programms Gilts im Wert von 65 Milliarden Pfund zu kaufen, um den Druck von den Pensionsfonds zu nehmen. Die tatsächlich gekauften Mengen waren jedoch bescheiden. Am Dienstag kaufte die Bank of England indexgebundene Gilts im Wert von nur 1,95 Milliarden Pfund und gewöhnliche Gilts im Wert von nur 1,36 Milliarden Pfund von den möglichen 10 Milliarden Pfund. Auch wenn der Schock in England um die Welt ging, so trug das Eingreifen der Bank of England am Mittwoch doch zur Beruhigung der Lage bei. Am frühen Mittwoch stieg die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe zum ersten Mal seit 2010 über 4 %. Als dann die Bank of England eingriff, änderte der Markt abrupt seine Richtung. Die überstürzten Interventionen der Bank of England im September 2022 haben weitaus deutlicher als im Jahr 2020 gezeigt, welche Kräfte die Interventionen der Zentralbanken in der derzeitigen Situation wirklich antreiben. Die Politik der Ankäufe von Vermögenswerten mag wie eine expansive makroökonomische Politik aussehen – eine Wiederaufnahme von QE oder eine Koordinierung von Geld- und Finanzpolitik, In Wirklichkeit handelt es sich jedoch, so Adam Tooze, um krisenbedingte Abwehrreaktionen auf die Prozesse der fremdfinanzierten Finanzwirtschaft. Was auf dem Spiel steht, ist nicht die fiskalische Dominanz – die Zentralbank folgt der gewählten Regierung – sondern die finanzielle Dominanz. Die Zentralbank wird durch den Stress auf den Finanzmärkten zum Handeln gezwungen.

Die Bank of England hat angekündigt, dass die Anleihekäufe am 14. Oktober einstellen wird, was bedeutet, dass den Pensionsfonds der Spielraum ausgeht, um ihre LDI-Strategien umzugestalten und ihr Bargeldpolster für etwaige weitere große Sicherheiten aufzustocken. Einige Branchenverbände und Vermögensverwalter fordern jedoch eine Verlängerung des Programms, und einigen Medienberichten zufolge wurde in der Bank of England über eine Fortsetzung über den 14. Oktober hinaus diskutiert.

Wuellen: Reuters, FT, Bloomberg, Pettifor and Tooze

← PREVIOUS NEXT →